

## 公司研究

## 新安全业务占比快速推升，静待订单确认收入

## ——天融信（002212.SZ）2020 年年报及 2021 一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 20 年年报及 21 年一季报：20 年实现营收 57.04 亿元，同比减少 19.56%，主要是由于报告期内实施重大资产出售导致合并报表范围减少所致；归母净利润为 4 亿元，相较 19 年基本持平。21Q1 实现收入 2.65 亿元，同比下降 64.34%，主要系 20Q1 收入中仍有大量的电力资产业务收入。

**网安业务订单大幅增长，静待订单收入确认：**20 年公司网络安全业务实现收入 28.32 亿元，同比增长 17.17%；毛利率增长 3.01 个百分点至 65.80%，毛利率触底反弹；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 27.53%；20 年股份支付费用为 1.36 亿元，剔除股份支付费用影响后网络安全业务归母净利润为 6.38 亿元，同比增长 15.16%。21Q1 网络安全业务实现收入 2.65 亿元，同比增长 170.83%，较 19Q1 网络安全业务增长 42.51%，业绩增长基本符合预期。20 年公司网络安全业务新增订单金额同比增长 47.41%，增速较 19 年提高明显，订单增长远高于收入增长，主要系全国新冠疫情，项目实施进度延缓，使收入确认受到影响。21Q1 网络安全业务订单较 20Q1 增长约 200%，较 19Q1 订单增长约 130%，订单增长也高于收入增长，静待订单收入确认带来的业绩弹性。

**新安全业务同比增幅明显：**分行业来看，公司 20 年网络安全业务营业收入在能源、卫生、政法、税务等细分行业同比增幅较大，其中：税务行业增长 63%，能源行业增长 47%，卫生行业增长 43%，政法行业增长 34%。分业务来看，基础安全产品实现收入 19.64 亿元，同比增长 12.89%；大数据与态势感知产品及服务实现收入 3.22 亿元，同比增长 62.99%；基础安全服务实现收入 3.61 亿元，同比增长 16.68%；云计算与云安全产品及服务实现收入 1.80 亿元，同比增长 6.99%；新安全业务同比增幅明显，占收入比重进一步提升，其中：数据安全增长 309%，工业互联网安全增长 95%，安全云服务增长 113%。21Q1 公司新安全业务继续保持高速增长态势，其中数据安全和工业互联网安全分别增长超过 300%，云安全和服务分别增长超过 150%。公司在新方向和核心产品的研发投入效果显现；公司在行业深耕和渠道拓展双轮驱动的策略取得初步成效。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到股权激励费用摊销影响，略微下调 21-22 年公司归母净利润预测分别为 7.54 和 10.49 亿元（分别下调了 9.81%和 5.66%），同时预测公司 23 年归母净利润为 14.59 亿元；看好中电科入股对政府市场拓展的帮助、电线电缆业务剥离带来的估值弹性、新兴领域的布局带来的业绩弹性，维持“增持”评级。

**风险提示：**中电科入股不及预期；股东减持对股价造成的压力；并购整合不及预期；云安全等创新业务拓展不及预期；市场整体估值水平下降。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,091	5,704	3,976	5,283	6,833
营业收入增长率	12.55%	-19.56%	-30.30%	32.88%	29.35%
净利润（百万元）	401	400	754	1,049	1,459
净利润增长率	-17.37%	-0.21%	88.33%	39.25%	39.04%
EPS（元）	0.35	0.34	0.64	0.89	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.51%	4.17%	7.25%	9.24%	11.50%
P/E	52	53	28	20	15
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

注：19 年年末总股本为 11.58 亿股；20 年年末总股本为 11.72 亿股，截至 2021 年 4 月 30 日，公司总股本为 11.77 亿股

## 增持（维持）

当前价：18.12 元

## 作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebscn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

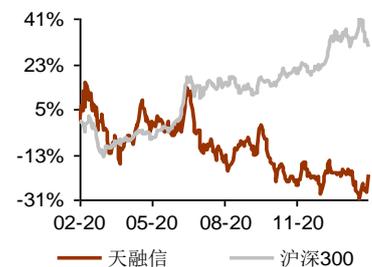
021-52523859

wanyilin@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.77
总市值(亿元):	213.26
一年最低/最高(元):	17.99/31.00
近 3 月换手率:	46.46%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.07	-8.98	-31.35
绝对	-8.16	-8.07	-30.44

资料来源：Wind

## 相关研报

网络安全订单增长超预期，毛利率企稳回升——天融信（002212.SZ）2020 年业绩快报点评（2021-02-26）

疫情影响网安业务收入增速，电线电缆业务出售完成——南洋股份（002212.SZ）2020 年半年报点评（2020-09-03）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,091	5,704	3,976	5,283	6,833
营业成本	5,199	3,573	1,378	1,807	2,308
折旧和摊销	142	139	129	165	202
税金及附加	34	37	40	53	68
销售费用	640	612	716	898	1,121
管理费用	354	339	457	581	717
研发费用	502	614	716	924	1,162
财务费用	25	16	10	30	52
投资收益	-11	-21	0	0	0
营业利润	473	579	871	1,213	1,686
利润总额	472	574	869	1,209	1,682
所得税	69	177	122	169	235
净利润	403	397	747	1,040	1,446
少数股东损益	2	-4	-7	-9	-13
归属母公司净利润	401	400	754	1,049	1,459
EPS(元)	0.35	0.34	0.64	0.89	1.24

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	733	204	1,178	645	978
净利润	401	400	754	1,049	1,459
折旧摊销	142	139	129	165	202
净营运资金增加	94	-321	-870	772	995
其他	96	-14	1,165	-1,342	-1,678
投资活动产生现金流	-669	374	-480	-507	-553
净资本支出	-219	-334	-506	-532	-558
长期投资变化	601	454	0	0	0
其他资产变化	-1,051	254	27	25	5
融资活动现金流	-145	92	29	-107	-162
股本变化	12	13	5	0	0
债务净变化	-291	-437	0	0	0
无息负债变化	765	-41	-637	179	209
净现金流	-81	667	726	31	263

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.7%	37.4%	65.3%	65.8%	66.2%
EBITDA 率	9.4%	15.2%	24.4%	26.7%	28.6%
EBIT 率	7.4%	12.7%	21.1%	23.6%	25.6%
税前净利润率	6.7%	10.1%	21.8%	22.9%	24.6%
归母净利润率	5.7%	7.0%	19.0%	19.9%	21.4%
ROA	3.6%	3.5%	6.5%	8.2%	10.2%
ROE (摊薄)	4.5%	4.2%	7.3%	9.2%	11.5%
经营性 ROIC	4.8%	5.6%	8.6%	11.2%	13.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	15%	10%	10%	10%
流动比率	2.07	3.07	4.74	4.71	4.90
速动比率	1.58	2.80	4.58	4.53	4.70
归母权益/有息债务	19.51	503.77	546.16	596.66	666.88
有形资产/有息债务	12.97	316.07	318.96	373.13	448.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,114	11,324	11,487	12,618	14,150
货币资金	719	1,383	2,109	2,141	2,404
交易性金融资产	480	400	400	400	420
应收帐款	1,602	1,032	1,014	1,265	1,587
应收票据	122	604	421	559	723
其他应收款 (合计)	37	1,067	705	936	1,211
存货	1,023	431	159	212	275
其他流动资产	146	11	-58	-6	56
流动资产合计	4,304	5,023	4,810	5,574	6,750
其他权益工具	199	1	1	1	1
长期股权投资	601	454	454	454	454
固定资产	557	213	445	680	928
在建工程	2	74	112	143	157
无形资产	447	494	595	688	775
商誉	4,595	4,602	4,602	4,602	4,602
其他非流动资产	8	5	4	4	4
非流动资产合计	6,810	6,301	6,677	7,043	7,399
总负债	2,208	1,730	1,093	1,272	1,480
短期借款	398	0	0	0	0
应付账款	490	659	254	333	426
应付票据	228	0	0	0	0
预收账款	267	6	8	11	14
其他流动负债	0	10	10	10	10
流动负债合计	2,078	1,637	1,014	1,182	1,378
长期借款	0	14	14	14	14
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	52	44	30	41	54
非流动负债合计	130	93	78	90	103
股东权益	8,906	9,594	10,394	11,346	12,669
股本	1,158	1,172	1,177	1,177	1,177
公积金	5,848	6,193	6,355	6,460	6,606
未分配利润	1,965	2,438	3,070	3,926	5,116
归属母公司权益	8,896	9,586	10,392	11,353	12,689
少数股东权益	10	8	2	-7	-20

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.03%	10.73%	18.00%	17.00%	16.40%
管理费用率	5.00%	5.94%	11.50%	11.00%	10.50%
财务费用率	0.35%	0.29%	0.25%	0.57%	0.77%
研发费用率	7.08%	10.76%	18.00%	17.50%	17.00%
所得税率	15%	31%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.04	0.08	0.10	0.15
每股经营现金流	0.63	0.17	1.00	0.55	0.83
每股净资产	7.68	8.18	8.83	9.65	10.78
每股销售收入	6.12	4.87	3.38	4.49	5.81

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	52	53	28	20	15
PB	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	33.0	24.2	20.3	14.0	10.1
股息率	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE